

Energetika | Aktualizace | Česká republika |

ČEZ

Ponecháváme doporučení *Koupit* a zvyšujeme cílovou cenu na 717 CZK

## Koupit

|                |                |
|----------------|----------------|
| Cena 10.06.19  | <b>536 CZK</b> |
| 12m cíl        | <b>717 CZK</b> |
| Pot. růst ceny | <b>33,8 %</b>  |
| Dividenda      | <b>24 CZK</b>  |
| Celkový výnos  | <b>38,2 %</b>  |

## Sektorové doporučení

Zvýšit váhu

## Typ investice

Expozice vůči cenám komodit

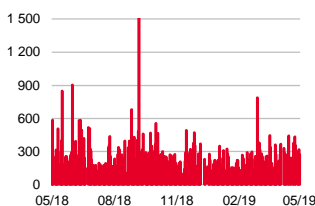
Vysoký dividendový výnos

## Roční vývoj ceny akcí



Zdroj: Bloomberg

## Objem obchodů (v tis. ks)



Zdroj: Bloomberg

**Investiční doporučení:** Potvrzujeme naše doporučení *Koupit* s novou cílovou cenou na 717 CZK (620 CZK v naší předchozí analýze). Loňský rok byl posledním rokem dlouhodobého propadu ziskovosti. Očekáváme, že vyšší realizační ceny elektřiny povedou k opětovnému nárůstu. V dlouhodobém horizontu pak vidíme potenciál pro jejich další růst díky omezování přebytku emisních povolenek a snižování výrobních kapacit konvenčních zdrojů v Německu. Očekáváme plné využití jaderných zdrojů s minimálními odstávkami na běžné opravy a doplňování paliva a intenzivnější využívání modernizovaných uhelných elektráren. Na základě nové strategie managementu by měl výrazněji růst podíl vyrobené elektřiny v OZE. Investice by měly směřovat především do nové teplárny v Mělníku, distribuce a obnovitelných zdrojů v České republice. Jednorázové faktory v prognóze neuvažujeme, za nejpravděpodobnější, které se mohou v letošním roce objevit v hospodářských výsledcích, lze považovat prodej bulharských aktiv a rozhodnutí ve sporu se SŽDC. Strategie firmy ale počítá s prodejem dalších aktiv v Rumunsku, Turecku a Polsku. Management se tak chce stáhnout z neperspektivních regionů a zaměřit svoje aktivity na Českou republiku, popř. ESCO služby i v Německu. Dividendová politika firmy byla mírně poupravena, když rozmezí výplatního poměru bylo zúženo na 80 až 100 % očištěného čistého zisku. V horizontu naší prognózy počítáme s výplatou dividendy na horní hraně tohoto pásma. Naše analýza nepočítá s mimořádnou dividendou, ale po nedávných komentářích managementu jí dáváme velkou šanci. Na naše ocenění firmy by však měla minimální dopad.

**Ocenění akcií** jsme provedli na základě modelu diskontovaného volného cash flow. Fair value jsme odhadli na úrovni 696 CZK, cílová cena je pak stanovena o 3 % výše na 717 CZK kvůli sektorovému doporučení *Nadvážit*. Akcie je obchodována na násobcích 2019 P/E 15,2x vs. západoevropské utility 16,2x (celá Evropa 14,6x), 2019 EV/EBITDA 7,6x vs. 8,3x (6,9x) s dividendovým výnosem 4,4 % vs. 4,5 % (4,1 %).

**Hlavní rizika:** Z pohledu provozu považujeme za největší riziko neplánované odstávky jaderných elektráren, které by vedly k nutnosti zajistit dodávky elektřiny z emisních zdrojů, což by si vyžádalo nákup emisních povolenek za výrazně vyšší cenu. Propad cen elektřiny by měl dopad na výsledky až v delším horizontu vzhledem k zajištěným prodejmům.

| Data o akciích        |              |      |      | Finanční data                |       |       |       | Poměrové ukazatele |                       |       |       |      |      |
|-----------------------|--------------|------|------|------------------------------|-------|-------|-------|--------------------|-----------------------|-------|-------|------|------|
|                       |              |      |      | 2018                         | 2019f | 2020f | 2021f | 2018               | 2019f                 | 2020f | 2021f |      |      |
| RIC CEZsp.PR          | Bloom CEZ CP |      |      | Výnosy (mld. CZK)            | 184,5 | 208,1 | 230,3 | 237,0              | P/E (x)               | 21,8  | 15,2  | 11,4 | 10,4 |
| 52týdenní rozmezí     | 514 - 585    |      |      | EBITDA marže                 | 26,9  | 28,0  | 29,1  | 29,7               | Price/free cash flow  | 17,1  | 17,8  | 11,8 | 10,9 |
| Tržní kap. (mld. CZK) | 288,4        |      |      | Čistý zisk (mld. CZK)        | 10,5  | 18,5  | 24,9  | 27,2               | Dividendový výnos (%) | 6,2   | 4,4   | 6,5  | 8,7  |
| Tržní kap. (mld. EUR) | 11,3         |      |      | Zisk na akcii (CZK)          | 24,5  | 35,6  | 47,5  | 51,8               | Price/book value (x)  | 1,2   | 1,2   | 1,2  | 1,2  |
| Volně obchod. (%)     | 30           |      |      | Dividenda na akcii (CZK)     | 33,0  | 24,0  | 35,0  | 47,0               | P/S (x)               | 1,6   | 1,4   | 1,3  | 1,2  |
| Výkon (%)             | 1m           | 3m   | 12m  | Úrokové krytí (x)            | 4,1   | 4,1   | 8,8   | 10,7               | EV/S (x)              | 2,4   | 2,1   | 1,9  | 1,9  |
| Akcie                 | 2,4          | -1,8 | -5,0 | Výplatní poměr (%)           | 85,2  | 98,0  | 98,4  | 98,9               | EV/EBITDA (x)         | 9,0   | 7,6   | 6,6  | 6,3  |
| Relativně k PX        | 2,4          | -0,7 | -2,5 | Čistý dluh / vl. kapitál (x) | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,6                | EV/IC (x)             | 1,2   | 1,1   | 1,1  | 1,1  |

Zdroj: Bloomberg

## Poslední analýza a komentář:

[http://bit.ly/CEZ\\_1806upd](http://bit.ly/CEZ_1806upd)[http://bit.ly/CEZ\\_Q119res](http://bit.ly/CEZ_Q119res)[http://bit.ly/CEZ\\_1905fla](http://bit.ly/CEZ_1905fla)[http://bit.ly/CEZ\\_1905fla2](http://bit.ly/CEZ_1905fla2)

**Očekávané události:** 26. června se koná valná hromada. Poslední obchodní den s nárokem na dividendu by měl být stanoven na 28. června. Výsledky hospodaření za Q2 19 budou zveřejněny 13. srpna.

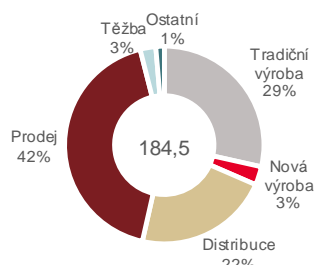
SOCIÉTÉ  
GENERALE  
GROUP

**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz

## Základní přehled o společnosti

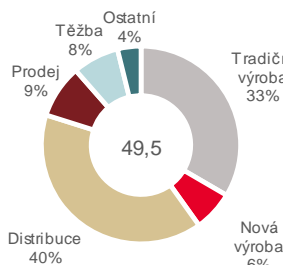
| Silné stránky   | Slabé stránky  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Silné postavení společnosti v rámci celé Evropy</li> <li>Vertikální integrace od těžby uhlí, přes výrobu elektřiny až po její distribuci</li> <li>Široké portfolio výrobních zdrojů</li> <li>Poskytování služeb v oblasti energetických úspor a chytrých řešení (ESCO služby)</li> <li>Relativně stabilní tržby a ziskovost díky distribuci</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Vliv státu a politických rozhodnutí na hospodaření společnosti</li> <li>Méně efektivní provoz některých uhelných elektráren</li> <li>Přísná státní regulace výrobního i distribučního procesu</li> <li>Chybějící transformace společnosti</li> </ul>  |
| Příležitosti  | Hrozby   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Rozšiřování okruhu zákazníků s nabídkou dodávky plynu</li> <li>Dividendová politika s vidinou výplaty mimořádné dividendy</li> <li>Dotace z Modernizačního fondu na investice do OZE</li> <li>Divestice v jihovýchodní Evropě</li> <li>Zefektivnění fungování trhu s emisními povolenkami</li> <li>Rostoucí ceny emisních povolenek s pozitivním dopadem na ziskovost firmy díky očekávanému poklesu jejich potřeby</li> <li>Zavírání jaderných a uhelných elektráren v západní Evropě</li> <li>Soudní spor s OTE o částku 7,7 mld. CZK</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Výstavba nového jaderného bloku bez státních garancí</li> <li>Nižší podpora výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů</li> <li>Vyšší potřeba emisních povolenek v případě výpadku výroby z bezemisních zdrojů</li> <li>Zrušení probíhajícího prodeje bulharských aktiv</li> <li>Soudní spor se SŽDC a riziko vrácení již obdržené platby ve výši 1,14 mld. CZK</li> <li>Sektorové zdanění popř. jiná forma odvodu do státního rozpočtu nebo specializovaného fondu</li> </ul> |

Tržby podle segmentů (2018)

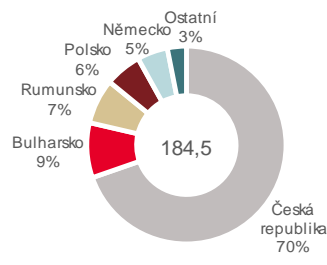


\* údaje v mld. CZK

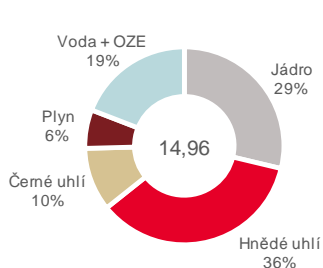
EBITDA podle segmentů (2018)



Tržby podle regionů (2018)

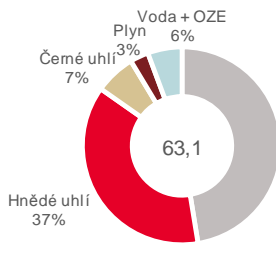


Instalovaná kapacita podle paliva (2018)



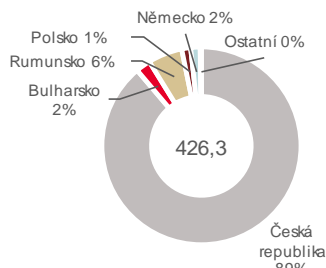
\* údaj v GW  
Zdroj: ČEZ

Výroba elektřiny podle paliva (2018)



\* údaj v TWh

Dlouhodobá aktiva podle regionů (2018)



\* údaj v mld. CZK

## Trendy v sektoru

### Ceny silové elektřiny

Ceny silové elektřiny v září loňského roku dosáhly 7letého maxima a opětovně se k rekordu přiblížily na konci 2018. Tehdy se forwardové ceny s dodávkou německé elektřiny za rok dostaly přes hranici 55 EUR/MWh. Od začátku roku se drží v koridoru 45 až 52 EUR/MWh. Kolegové ze Sociétés Générale očekávají, že cena elektřiny se bude postupně posouvat výše. V ročním horizontu odhadují její zdražení až k úrovním přesahujícím 62 EUR/MWh.<sup>1</sup> Důvodem by měl být očekávaný růst emisních povolenek a uzavírání jaderných a uhelných elektráren v Německu.

### Emisní povolenky

Cena emisní povolenky v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku vystoupala nad hranici 25 EUR za jednu tunu emisí CO<sub>2</sub>, což je spodní úroveň pásma umožňující přesun výroby elektřiny od nejméně efektivních uhelných elektráren do nejvíce efektivních plynových zdrojů. Letos byla zavedena tzv. rezerva tržní stability (MSR), která by měla udržovat přebytek povolenek na trhu v rozmezí 400 až 833 milionů, což je úroveň, při které by měl trh začít fungovat řádným způsobem. Na základě dat Evropské komise aktuální přebytek činí 1,7 miliardy. V souladu s platnou evropskou legislativou tak bude od září 2019 do srpna 2020 snížen počet povolenek dražených v primárních aukcích jednotlivými členskými státy EU o 397,2 milionů.<sup>2</sup> Cílovaného rozmezí bychom se měli dle našich předpokladů dočkat v roce 2021. Do budoucna tak předpokládáme pokračující růst cen emisních povolenek. Tím by se měla obnovit motivační funkce systému pro investice do omezování produkce emisí. V horizontu jednoho roku očekáváme nárůst ceny emisní povolenky ke 40 EUR/t.<sup>3</sup> Růst cen povolenek by se současně měl promítnout i do vyšších cen silové elektřiny.

### Uzavírání elektráren

Ve střednědobém horizontu může ceny elektřiny tlačit vzhůru i potenciální nedostatek konvenčních zdrojů v Německu, které plánuje do roku 2022 uzavřít veškeré jaderné zdroje o kapacitě 9,5 GW. Kromě toho německá uhelná komise doporučila zastropovat výrobní kapacitu uhelných elektráren od konce roku 2022 na 30 GW, tedy 15 GW pro černouhelné a 15 GW pro hnědouhelné zdroje. Nejpozději do konce roku 2038 by pak Německo mělo přestat používat energii vyrobenou z uhlí. Kapacita německých konvenčních zdrojů by tak v roce 2023 měla klesnout o 28 %.

Obnovitelné zdroje v zemi vloni vygenerovaly přes 40 % celkové elektřiny. Na druhou stranu obnovitelné zdroje nejen svou kapacitou ale hlavně výrobou nemusí být schopny plně kompenzovat razantní snížení kapacity konvenčních zdrojů. V loňském roce se v zemi výrazně propadla výstavba větrných elektráren. Zatímco v letech 2014-2018 činil roční přírůstek až 6 GW instalovaného výkonu, v loňském roce se výstavba větrných elektráren propadla o cca 47 % na 3,7 GW.<sup>4</sup> Nedostatek výrobních kapacit by tak mohl přinést tlak na růst cen silové elektřiny ve středně až dlouhodobém horizontu.

### Poptávka

Velmi mírná zima se projevila na poklesu cen komodit vstupujících do výroby elektřiny. Například cena uhlí od svého říjnového maxima klesla o 36 %. V období vrcholící zimní sezóny byly

Reforma systému obchodování s povolenkami CO<sub>2</sub> by měla přinést růst jejich cen.

Kapacita německých konvenčních zdrojů by se měla v roce 2023 snížit o 28 %.

Poptávka zůstává bez výraznějšího vlivu na cenu elektřiny.

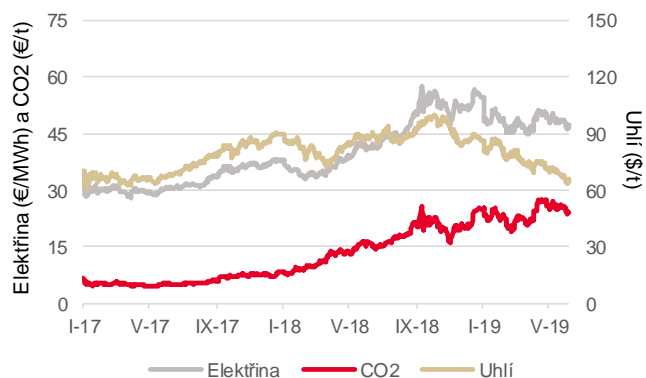
<sup>1</sup> Analýza Sociétés Générale: Commodities Outlook – Hanging by a thread vydaná 4. června 2019 v 16:02 CET

<sup>2</sup> Evropská směrnice říká, že pokud je přebytek na trhu vyšší než 833 mil. povolenek, je v období 2019 až 2023 do MSR staženo 24 % přebytku, respektive 12 % přebytku po roce 2023. Je-li počet povolenek v oběhu nižší než 400 mil., je z MSR do primárních aukcí uvolněno o 100 mil. povolenek více.

<sup>3</sup> Analýza Sociétés Générale: Commodities Outlook – Hanging by a thread vydaná 4. června 2019 v 16:02 CET

<sup>4</sup> <https://oenergetice.cz/vetrne-elektrarny/nove-instalace-nemeckych-onshore-vetrnych-elektraren-se-vyrazne-propadly/>

zároveň k dispozici neobvykle vysoké zásoby plynu v Evropě. Ani z dlouhodobějšího pohledu však nečekáme výrazný vliv poptávkové strany na cenu elektřiny, když předpokládáme pouze mírný nárůst spotřeby elektřiny. V dlouhém horizontu budou působit dva protichůdné faktory. Na jedné straně úsporná řešení budov, továren atd. a na druhé elektrifikace dopravy.

Cena uhlí (\$/t), CO<sub>2</sub> (€/MWh) a německé elektřiny (€/MWh)

Zdroj: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Commodities, publikace Commodities Outlook – Hanging by a thread vydaná 4. června 2019 v 16:02 CET

Pokles německých konvenčních zdrojů do roku 2023

| Installed capacity (MW)    | 2017           | 2018           | 2019     | 2020  | 2021 | 2022          | 2023          |
|----------------------------|----------------|----------------|----------|-------|------|---------------|---------------|
| Lignite                    | 21,033         | 21,033         |          |       |      | 15,000        | 15,000        |
| Nuclear                    | 10,799         | 9,515          |          | 8,113 |      | 4,055         | 0             |
| Hard coal                  | 25,341         | 24,482         |          |       |      | 15,000        | 15,000        |
| Gas                        | 29,789         | 29,767         |          |       |      | 29,767        | 29,767        |
| Oil                        | 4,474          | 4,433          |          |       |      | 4,433         | 4,433         |
| <b>Total conventional</b>  | <b>91,436</b>  | <b>89,210</b>  |          |       |      | <b>68,255</b> | <b>64,200</b> |
|                            |                |                | vs. 2018 |       |      | -23%          | -28%          |
| Wind - onshore             | 50,291         | 52,444         |          |       |      |               |               |
| Wind - offshore            | 5,427          | 6,396          |          |       |      |               |               |
| Hydro                      | 11,315         | 11,325         |          |       |      |               |               |
| Biomass                    | 7,780          | 7,900          |          |       |      |               |               |
| Solar                      | 43,300         | 45,929         |          |       |      |               |               |
| Waste                      | 1,850          | 1,850          |          |       |      |               |               |
| <b>Total renewables</b>    | <b>119,963</b> | <b>125,844</b> |          |       |      |               |               |
| Other                      | 4,629          | 4,629          |          |       |      |               |               |
| <b>Total capacity (MW)</b> | <b>216,028</b> | <b>219,683</b> |          |       |      |               |               |

Cena akcií ČEZ zaostává za vývojem ceny elektřiny.

Přestože se změna cen silové elektřiny promítá do finančních výsledků ČEZ kvůli zajišťování prodejních cen s prodlevou, akcie společnosti historicky výrazně korelovaly s aktuálním vývojem cen silové elektřiny. V poslední době je patrná určitá divergence, což si vysvětlujeme obavami a nedávnými diskuzemi ohledně výstavby nového jaderného zdroje. Dle nás ale aktuální cena akcií ČEZ přehnaně moc reflektuje toto riziko vzhledem k odložení rozhodnutí o několikaletou dobu do budoucna. Jistou měrou se na tomto vývoji mohlo také promítnout převrstvování portfolií u pasivních investorů na základě rebalancingu indexů MSCI ve prospěch vyšší váhy jiných rozvíjejících se trhů. Věříme, že i tento faktor je z drtivé většiny v cenách již zakomponován. Očekáváme tak, že se korelace cen akcií ČEZ a elektřiny opět obnoví.

Vývoj akcií ČEZ vs. ceny elektřiny v Německu



Zdroj: Bloomberg

## Hospodaření společnosti

### Nová strategie

Představenstvo společnosti přestavilo novou strategii firmy. Ta vychází z následujících bodů:

- (a) geografické zaměření:
  - silnější zaměření na domácí trh,
  - regionální nabídka v segmentu energetických služeb (ESCO) zejména v Německu,
  - odchod z neperspektivních trhů a segmentů energetiky (Bulharsko, Rumunsko, Turecko, uhelné elektrárny v Polsku),
- (b) rozvíjené segmenty:
  - elektřina, plyn a služby s přidanou hodnotou na domácím trhu,
  - obnovitelné zdroje i tradiční energetika na domácím trhu,
  - decentralní energetika v celém regionu,
- (c) akvizice:
  - plánované další akvizice v ESCO segmentu, v ČR i v zahraničí.

Management mezi hlavními prioritami uvedl: (i) efektivní provoz, optimální využití a rozvoj výrobního portfolia, (ii) moderní distribuce a péče o energetické potřeby zákazníků, (iii) rozvoj nové energetiky v České republice a (iv) rozvoj energetických služeb v Evropě.

Změna strategie je dle nás vcelku logická vzhledem k tomu, jak neúspěšné projekty byly v jižní a východní Evropě. Zamýšlená aktiva k prodeji vloni vygenerovala EBITDA ve výši zhruba 5 mld. CZK. Tento výpadek pomohou nahradit dle managementu vyšší realizované ceny a investice do obnovitelných zdrojů v České republice. Otázkou je, jak rychle bude ČEZ schopen aktiva prodat, na druhou stranu není tlačěn k tomu, aby prodával za každou cenu. Nejrozpracovanější je zatím prodej bulharských společností, v Rumunsku management eviduje zájem některých uchazečů. Turecko se snaží prodat již dlouhodobě, ale vzhledem k politické situaci a nestabilitě turecké liry tamní aktiva nejsou příliš atraktivní.

Největší otazník stále visí nad výstavbou nového jaderného zdroje v ČR. V nejbližších letech se však žádného rozhodnutí nedočkáme. S tím jsou spojené i minimální kapitálové investice, které by v počátečních přípravách v následujících letech měly činit pouze zhruba 3 mld. CZK. I z tohoto důvodu si myslíme, že současná cena akcie stále zbytečně moc reflektuje riziko financování nerentabilního projektu, protože v konečné fázi za mnoho let se může jednat o ekonomicky přijatelnější varianty, jak nahradit dosluhující jaderné zdroje.

### Letošní rok

Management stanovil cíl pro letošní celoroční EBITDA v rozmezí 57 až 59 mld. CZK a očištěný čistý zisk v pásmu 17 až 19 mld. CZK. Naše odhady počítají s naplněním tohoto výhledu. Očekáváme nárůst vyrobené elektřiny o vysokých 9 % k téměř 69 TWh, k čemuž by měly přispět prakticky všechny zdroje. Jaderné elektrárny by měly vyrábět poblíž svého maxima (31,2 TWh), uhelné by se měly přiblížit k 30TWh hranici a velké navýšení výroby očekáváme u paroplynové elektrárny v Počradech. V meziročním srovnání rovněž čekáme výrazně vyšší ceny elektřiny, a to o zhruba 20 %. Ty by se měly v menší míře projevit i na růstu tržeb v segmentech distribuce a prodej. Na provozní úrovni v těchto segmentech očekáváme mírný nárůst distribuovaného a prodaného objemu elektřiny koncovým zákazníkům. Celkové tržby za skupinu ČEZ odhadujeme

EBITDA i čistý zisk by měly naplnit výhled stanovený managementem.

o zhruba 13 % výše v porovnání s loňským rokem a měly by přesáhnout 208 mld. CZK. EBITDA by mohla dle našich odhadů činit 58,3 mld. CZK a očištěný čistý zisk 19,0 mld. CZK.

#### Odhady KB letošních výsledků ČEZ

| mld. Kč             | 2018  | 2019e | změna  |
|---------------------|-------|-------|--------|
| Tržby               | 184,5 | 208,1 | 12,8 % |
| EBITDA              | 49,5  | 58,3  | 17,7 % |
| Provozní zisk       | 19,8  | 29,1  | 47,2 % |
| Čistý zisk          | 10,5  | 18,5  | 76,5 % |
| Upravený čistý zisk | 13,1  | 19,0  | 45,3 % |

Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Jednorázové vlivy pro letošní rok

Prodej bulharských aktiv ovlivní především cash flow, na zisk bude mít pouze minimální vliv.

V naší analýze s žádným jednorázovým vlivem nepočítáme. Nicméně jedním z nejpravděpodobnějších je příjem za prodej balíku bulharských společností, jehož nejhodnotnější aktivem je distribuční CEZ Razpredelenie. ČEZ drží v těchto firmách 67% podíl. Původní jednání se společností Inercom byla ukončena, kde byla dohodnuta cena transakce ve výši 326 mil. EUR (tj. 8,4 mld. CZK). Exkluzivitu v dalším vyjednávání nyní obdržela bulharská investiční skupina Eurohold. Účetní hodnota prodáváných aktiv po odečtení souvisejících závazků činila ke konci března 2019 11,6 mld. CZK. Vezmeme-li tedy v potaz dvoutřetinový podíl, dopad do čistého zisku nebude nikterak zásadní.

Spor se SŽDC nabírá opačný směr.

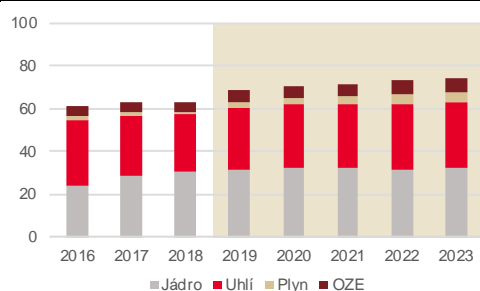
Dalším jednorázovým faktorem je probíhající spor se SŽDC o náhradě za neodebraný proud. ČEZ již získal 1,14 mld. CZK za rok 2010 a podobný spor vede společnost i za rok 2011, kdy se domáhá 1,2 mld. CZK. Nicméně Vrchní soud potvrdil rozsudek pražského městského soudu o tom, že ČEZ nemá nárok na tuto náhradu. Firmě tak reálně hrozí, že namísto požadované částky za rok 2011 bude muset nakonec SŽDC vrátit již uhrazenou platbu za rok 2010.

#### Dlouhodobé odhady

Výroba z uhlí v dlouhodobém horizontu výrazně poklesne.

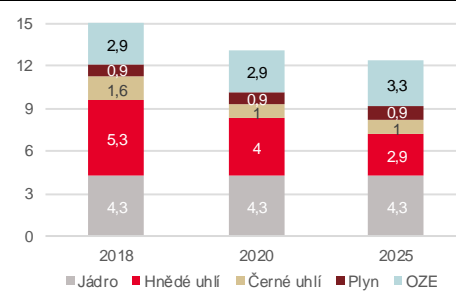
V dlouhodobém horizontu očekáváme plné využití jaderných elektráren s odstávkami pouze na úrovni nezbytné pro výměnu paliva a pravidelné opravy. Předpokládáme, že výroba v jaderných zdrojích se bude v následujících letech pohybovat v rozmezí 31 až 32 TWh. Potenciální rozšiřování jaderných zdrojů vzhledem k velké míře nejistoty v naší analýze nezohledňujeme. V našich projekcích jsme naopak zohlednili plány společnosti na postupné snižování kapacity uhelných zdrojů. Do roku 2020 společnost očekává snížení kapacity těchto elektráren z 6,9 na 5,0 GW. V roce 2025 by měly být v provozu již elektrárny s výkonem pouze 3,9 GW, poté by měly fungovat jen modernizované závody v Prunéřově, Tušimicích a Ledvicích. U prvních dvou se očekává jejich životnost 25 let, Ledvice by měly být v provozu až 40 let. Hlavní pokles výrobní kapacity je tak plánován u nerekonstruovaných zdrojů bez dostupnosti vlastního uhlí. Přesto ale v horizontu následujících pěti let nečekáme významné snížení vyrobeného množství elektřiny z uhlí, když předpokládáme, že moderní zdroje budou postupně zvyšovat výrobu k plné kapacitě s tím, jak budou nahrazovat postupně zavírané elektrárny. Instalovaný výkon plynových a přečerpávacích elektráren očekáváme dlouhodobě nezměněný okolo 0,9 GW, respektive 1,2 GW. Výroba z obnovitelných zdrojů by měla nabírat na významu. Jejich kapacita je v současné době 1,7 GW a ČEZ ve svých dlouhodobých výhledech uvádí pro rok 2025 2,1 GW.

Výroba elektřiny ČEZ (TWh)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Plánovaný vývoj mixu výrobní kapacity (GW)



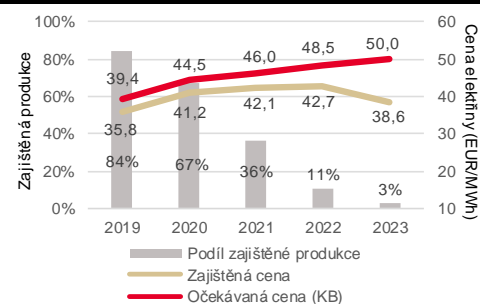
Zdroj: ČEZ

Pozitivní dopad vyšších realizačních cen bude v ziskovosti firmy cítit zejména letos a příští rok.

### Realizační ceny porostou

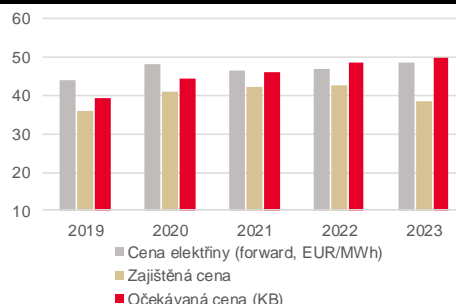
Cena německé elektřiny, s kterou cena české elektřiny blízce koreluje, od začátku roku 2018 vystoupala z 37 EUR/MWh na současných 46 EUR/MWh, přičemž v druhé polovině loňského roku se dostala dokonce i přes hranici 55 EUR/MWh (průměrná cena za rok 2018 43,9 EUR/MWh, letos 48,1 EUR/MWh).<sup>5</sup> ČEZ podle našich odhadů vloni prodával elektřinu přibližně za 33 EUR/MWh, pro letošní rok předpokládáme cenu přes 39 EUR/MWh. Pro příští rok měla společnost ke konci března zajištěny dodávky ze dvou třetin za průměrnou cenu 41,2 EUR/MWh.<sup>6</sup> Celkovou průměrnou cenu včetně prodeje sezónních a špičkových produktů odhadujeme pro následující rok pod hranici 45 EUR/MWh. V dalších letech by pak měla růst v řádu jednotek procent. Naše predikce cen komodit vychází z forwardových křivek a našich předpokladů vývoje energetického trhu. Kolegové ze Société Générale ve svém posledním reportu předpokládají růst ceny elektřiny v průběhu následujících 12 měsíců až na úroveň převyšující 62 EUR/MWh.<sup>7</sup> Takový scénář by znamenal další vylepšení našich budoucích odhadů.

Rozsah zajištění prodeje a průměrné ceny



Zdroj: ČEZ

Očekávané vyšší realizační ceny



Zdroj: ČEZ, Bloomberg

V nadcházejících letech by měla EBITDA růst velmi silným tempem.

### Prognózy výsledků hospodaření

Naše prognózy jsme upravili v souladu s očekáváním vyšších cen silové elektřiny. Tržby by měly v letošním a příštím roce zaznamenat dvouciferné růsty a přehoupnout se přes 230 mld. CZK. V pětiletém horizontu očekáváme v průměru roční růst o 6,5 %. Loňský rok byl definitivní tečkou za dlouhodobým propadem provozní a čisté ziskovosti. EBITDA by měla postupně vyšplhat až k úrovni 75 mld. CZK v roce 2023, což značí průměrný roční růst o téměř 9 %.

Od roku 2021 ČEZ bude muset nakupovat všechny emisní povolenky.

Od roku 2021 bude muset ČEZ nakupovat všechny emisní povolenky. Nicméně již pro letošní rok má k dispozici volných povolenek zhruba jen na 10 % vyprodukovaných emisí, v příštím

<sup>5</sup> Jedná se o roční forward.

<sup>6</sup> Jde o průměrnou cenu base load elektřiny. Součástí této ceny nejsou prodeje ve špičkách nebo sezónních.

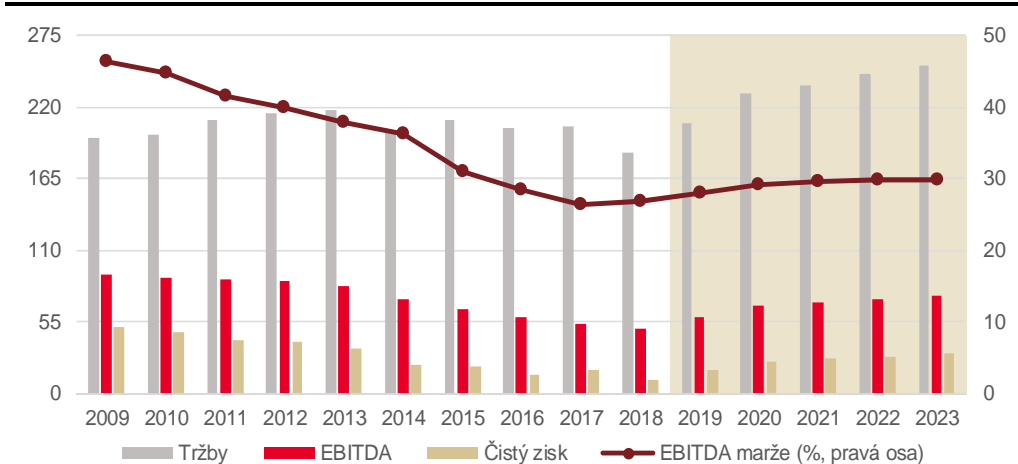
<sup>7</sup> Viz publikace Commodities Outlook – Hanging by a thread zveřejněna 4. června 2019 v 16:02 CET



roce volně alokované povolenky pokryjí pouze nižší jednotky procent emisí. Novela zákona o podmínkách obchodování s povolenkami na emise skleníkových plynů upravuje vznik tzv. Modernizačního fondu, do kterého budou začleněny přiřazené emisní povolenky. Peníze tento fond získá právě z prodeje povolenek. Na druhou stranu se ale ČEZ otevírá možnost získat dotace od státu například na investice do obnovitelných zdrojů. My v naší analýze počítáme s plným dopadem nákupu povolenek, jež si ale ČEZ zajišťuje ihned při domlouvání budoucích prodejích elektřiny. Při dodržení zamýšleného výrobního mixu se tak cena povolenky plně promítne v konečné realizační ceně. Možnost získání dotací nijak nezohledňujeme, ale představují do budoucna příležitost pro levnější financování investic.

Do dlouhodobých projekcí nezahrnujeme jednorázové vlivy potenciálních prodejů aktiv v Bulharsku, Rumunsku, Turecku nebo Polsku či uhelné elektrárny Počerady. Rovněž nekalkulujeme v predikcích s výsledky soudních sporů se SŽDC. Čistý zisk by po letošních odhadovaných 18,5 mld. CZK měl za pět let přesáhnout 30 mld. CZK.

Odhady výsledků ČEZ (mld. Kč)



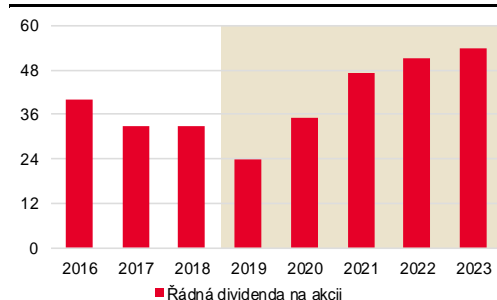
Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Dividendová politika

ČEZ nic nebrání, aby mohl v následujících letech platit dividendu na úrovni 100 % čistého zisku.

Management ČEZ poupravil svoji dividendovou politiku, když zúžil rozmezí pro výplatní poměr na 80 až 100 % z předchozích 60 až 100 % čistého zisku upraveného o jednorázové odpisy majetku a goodwillu. Management pro nadcházející valnou hromadu navrhl vyplatit dividendu z loňského zisku ve výši 24 CZK na akcii, což znamená pokles o 9 CZK. Výplatní poměr tak činí 99 %. Na základě těchto informací a s ohledem na budoucí vývoj investic a zadlužení jsme zvýšili odhady pro budoucí výplatní poměr z původních 80 % na úroveň 100 %. I při štedřejší dividendě bude ČEZ schopen snižovat svoje zadlužení v relaci k EBITDA.

Očekávaná výplata dividendy na akcii (CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

V analýze nepočítáme s žádnou mimořádnou dividendou. Management sice naznačil možnost její výplaty, nicméně není zřejmé, na základě čeho bude stanovena a v jakém horizontu realizována. Dle nás přijde na pořad až v okamžiku, kdy se úspěšně zrealizuje prodej aktiv v jihovýchodní Evropě a proběhne alespoň částečně budoucí refinancování dluhu.

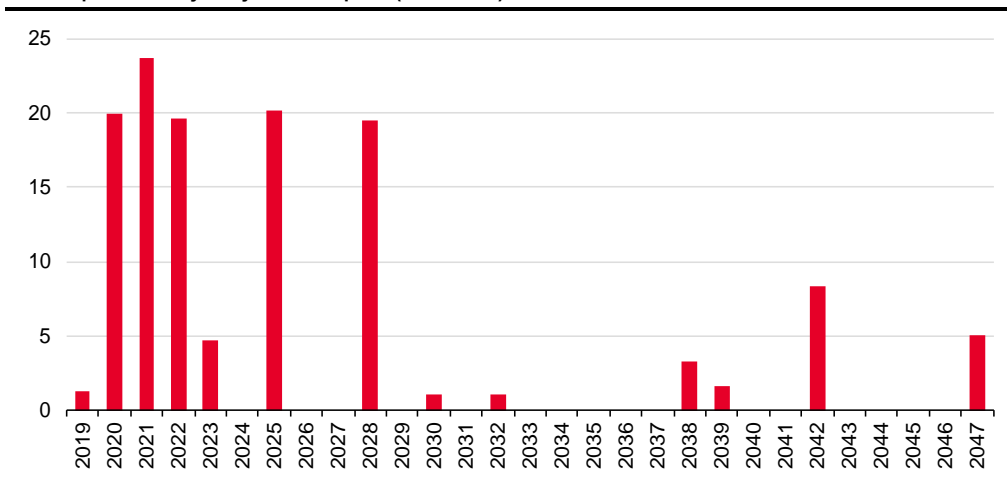


## Zadlužení

Refinancování dluhu přinese úspory v úrokových nákladech.

Následující graf zobrazuje profil splatností vydaných dluhopisů. ČEZ do roku 2023 čeká refinancování dluhu v objemu téměř 70 mld. CZK, což je více jak polovina v současnosti emitovaných bondů. Vzhledem k tomu, že jde o dluhopisy vydané před 10 lety, lze očekávat, že refinancování dluhu se promítne do nižších úrokových nákladů. Odhadujeme, že by požadovaný kupón nově vydaných dluhopisů mohl být zhruba poloviční ve srovnání se stávajícími cennými papíry. To by celkově dle nás mohlo přinést od roku 2023 roční úspory na úrokových nákladech ve výši 2 mld. CZK. V analýze nepředpokládáme, že by ČEZ výrazně snižoval úroveň svého dluhu. Jeho čistá výše k EBITDA by díky rostoucí ziskovosti měla ale postupně klesat z 3,1násobku na konci 2018 k téměř 2,0násobku v roce 2023.

Profil splatnosti vydaných dluhopisů (mld. CZK)



Zdroj: ČEZ, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Ocenění

### Sektorové srovnání

Ocenění akcií ČEZ z pohledu sektorového srovnání vnímáme neutrálně.

Současné tržní ocenění akcií ČEZ jsme porovnali s vývojem jeho konkurentů v západní i střední Evropě. Z následující tabulky je patrné, že ocenění je mnohem bližší ocenění společností v západní Evropě. Násobky P/E a EV/EBITDA i dividendový výnos pro roky 2019 a 2020 jsou dle nás přiměřeně vysoké vůči konkurentům. Oproti polským energetikám je ocenění podstatně vyšší. Ty jsou však do velké míry obchodovány s určitým diskontem kvůli politickým a regulatorním rizikům. Ve srovnání s celým evropským sektorem se nám jeví ocenění jako neutrální.

#### Sektorové srovnání

|                               | P/E<br>akt. | P/E<br>2019 | P/E<br>2020 | P/S<br>akt. | P/S<br>2019 | EV/<br>Sales<br>2019 | EV/<br>Sales<br>2020 | EV/<br>EBITDA<br>akt. | EV/<br>EBITDA<br>2019 | EV/<br>EBITDA<br>2020 | Div.<br>výnos<br>akt. | Div.<br>výnos<br>2019 | Div.<br>výnos<br>2020 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ČEZ (odhad KB)                | 25,3        | 15,2        | 11,4        | 1,5         | 1,4         | 2,1                  | 1,9                  | 7,1                   | 7,6                   | 6,6                   | 5,3                   | 4,4                   | 6,5                   |
| ČEZ (konsensus)               | 25,3        | 16,1        | 13,6        | 1,5         | 1,4         | 1,8                  | 1,7                  | 7,1                   | 6,5                   | 6,1                   | 5,3                   | 6,1                   | 7,4                   |
| EDP - Energias de Portugal SA | 23,9        | 15,5        | 14,3        | 0,8         | 0,6         | 2,2                  | 2,1                  | 10,3                  | 8,9                   | 8,5                   | 5,6                   | 5,8                   | 6,1                   |
| E.ON SE                       | 9,3         | 14,2        | 13,6        | 0,7         | n/a         | 0,9                  | 0,5                  | 6,6                   | 5,8                   | 4,3                   | 4,4                   | 4,8                   | 5,9                   |
| Electricite de France SA      | 30,7        | 17,7        | 13,3        | 0,5         | n/a         | 1,0                  | 0,9                  | 3,8                   | 4,3                   | 3,9                   | 2,4                   | 3,9                   | 4,2                   |
| Endesa SA                     | 17,5        | 16,3        | 15,9        | 1,2         | n/a         | 1,5                  | 1,4                  | 8,3                   | 8,3                   | 8,2                   | n/a                   | 6,4                   | 7,2                   |
| Enel SpA                      | 12,3        | 12,6        | 11,5        | 0,8         | n/a         | 1,6                  | 1,5                  | 7,9                   | 7,1                   | 6,8                   | 5,6                   | 5,8                   | 6,3                   |
| Engie SA                      | 12,3        | 12,5        | 11,2        | 0,5         | n/a         | 0,9                  | 0,9                  | 7,9                   | 6,0                   | 5,6                   | 8,5                   | 6,2                   | 7,0                   |
| EVN AG                        | 15,1        | 12,8        | 11,4        | 1,1         | 1,1         | 1,6                  | 1,6                  | 7,6                   | 6,8                   | 6,2                   | 3,5                   | 3,6                   | 3,7                   |
| Fortum OYJ                    | 21,8        | 15,3        | 13,2        | 3,2         | n/a         | 4,0                  | 3,9                  | 14,2                  | 13,4                  | 12,2                  | 5,7                   | 5,7                   | 6,2                   |
| Iberdrola SA                  | 17,9        | 17,1        | 15,9        | 1,6         | n/a         | 2,7                  | 2,5                  | 10,0                  | 10,0                  | 9,3                   | 4,0                   | 4,4                   | 4,8                   |
| Innogy SE                     | n/a         | 26,9        | 24,4        | 0,7         | 0,6         | 1,1                  | 1,1                  | 11,0                  | 10,5                  | 10,2                  | 2,9                   | 3,6                   | 3,6                   |
| RWE AG                        | n/a         | 22,3        | 13,3        | 1,1         | 0,3         | 1,4                  | 1,2                  | 28,2                  | 12,4                  | 5,8                   | 0,7                   | 4,3                   | 4,7                   |
| Verbund AG                    | 32,9        | 29,7        | 22,6        | 5,2         | 4,8         | 5,6                  | 5,1                  | 17,7                  | 15,8                  | 13,1                  | 1,4                   | 1,7                   | 3,0                   |
| <b>MEDIÁN západní Evropa</b>  | <b>17,5</b> | <b>16,3</b> | <b>13,3</b> | <b>1,1</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,5</b>           | <b>1,4</b>           | <b>8,3</b>            | <b>8,3</b>            | <b>6,8</b>            | <b>3,8</b>            | <b>4,4</b>            | <b>4,8</b>            |
| PGE Polska Grupa Energetyczna | 14,7        | 6,8         | 6,7         | 0,6         | 0,5         | 0,9                  | 0,8                  | 5,0                   | 4,0                   | 3,9                   | n/a                   | 2,9                   | 6,5                   |
| Energa SA                     | 4,7         | 4,1         | 4,1         | 0,3         | 0,3         | 0,8                  | 0,7                  | 4,3                   | 4,1                   | 4,0                   | 0,0                   | 0,0                   | 0,0                   |
| Enea SA                       | 5,3         | 3,7         | 3,5         | 0,3         | 0,2         | 0,7                  | 0,6                  | 4,2                   | 3,6                   | 3,4                   | 0,0                   | 0,0                   | 0,0                   |
| Tauron Polska Energia SA      | 28,4        | 2,3         | 2,3         | 0,1         | 0,1         | 0,7                  | 0,7                  | 6,4                   | 4,2                   | 4,0                   | 0,0                   | 0,0                   | 4,6                   |
| <b>MEDIÁN střední Evropa</b>  | <b>10,0</b> | <b>3,9</b>  | <b>3,8</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,8</b>           | <b>0,7</b>           | <b>4,6</b>            | <b>4,1</b>            | <b>4,0</b>            | <b>0,0</b>            | <b>0,0</b>            | <b>2,3</b>            |
| <b>SEKTOROVÝ MEDIÁN</b>       | <b>16,3</b> | <b>14,7</b> | <b>13,3</b> | <b>0,8</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,3</b>           | <b>1,1</b>           | <b>7,9</b>            | <b>6,9</b>            | <b>6,0</b>            | <b>3,2</b>            | <b>4,1</b>            | <b>4,8</b>            |
| ČEZ vs. sektor (konsensus)    | 55%         | 9%          | 2%          | 103%        | 171%        | 44%                  | 52%                  | -10%                  | -6%                   | 2%                    | 67%                   | 50%                   | 56%                   |
| ČEZ vs. sektor (odhad KB)     | 55%         | 3%          | -14%        | 103%        | 171%        | 68%                  | 68%                  | -10%                  | 9%                    | 10%                   | 67%                   | 9%                    | 36%                   |

Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

### Cílová cena

Pro ocenění společnosti jsme použili model DCF a stanovili jsme cílovou cenu na 717 CZK na akcii.

Pro určení fair value (vnitřní hodnoty) akcií společnosti jsme použili model diskontovaného volného cash flow do roku 2023, jehož hlavní parametry a výstupy ukazuje tabulka na následující straně. Na základě našeho modelu odhadujeme fair value akcií společnosti na 696 CZK na akcii. Pro určení cílové ceny zohledňujeme tři parametry, které mohou dosahovat hodnoty -10 % až +10 %, takže cílová cena se pohybuje v rozmezí 70 až 130 % fair value.

■ **Sektorová atraktivita (+3 %):** Société Générale nově doporučuje nadvazovat sektor utilit kvůli zajímavému dividendovému výnosu a nízké expozici vůči ekonomickému vývoji.<sup>8</sup> Zvýšíme tak tento faktor na +3 %.

■ **Atraktivita společnosti (0 %):** Akcie nabízí zajímavý dividendový výnos. 100% výplatní poměr je dle nás udržitelný vzhledem k tomu, že investice spojené s výstavbou nového jaderného zdroje budou ve větším realizovány nejdříve v horizontu 10 let. Na druhou stranu

<sup>8</sup> Analýza Société Générale: The Big Picture – Buckle up, zveřejněna 3. června 2019 v 17:37 CET

atraktivitu akcií do jisté míry může snižovat fakt, že společnost je aktivní jak v oblasti „čisté“, tak „špinavé“ energetiky. Šance na transformaci firmy jsou v současné době minimální.

■ **Spekulativní potenciál (0 %):** Akcie se dle nás v současnosti obchodují na srovnatelných násobcích se západoevropskými konkurenty.

**Za pomoci výše uvedených parametrů jsme zvýšili cílovou cenu pro akcie ČEZ na 717 CZK** (fair value plus 3 %). Hlavním důvodem je pozitivní dopad vyšších cen elektřiny na odhadovanou ziskovost firmy a tvorbu cash flow a změna ve vnímání sektoru, který jsme v minulé analýze doporučovali podvažovat.

#### Ocenění akcií ČEZ

|  | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023        | LT          |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Kalkulace požadované úrokové míry</b>         |             |             |             |             |             |             |
| bezriziková úroková míra                         | 2,0%        | 2,1%        | 3,3%        | 3,3%        | 3,3%        | 3,3%        |
| beta   | 0,94        | 0,94        | 0,94        | 0,94        | 0,94        | 0,94        |
| akciová riziková přírážka                        | 6,0%        | 6,0%        | 6,0%        | 6,0%        | 6,0%        | 6,0%        |
| riziková přírážka země                           | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        | 1,0%        |
| náklady vlastního kapitálu                       | 8,6%        | 8,7%        | 9,9%        | 9,9%        | 9,9%        | 9,9%        |
| váhu dluhu                                       | 37,6%       | 36,8%       | 37,0%       | 37,1%       | 37,3%       | 37,3%       |
| náklady dluhu (po dani)                          | 3,2%        | 3,2%        | 3,0%        | 2,9%        | 2,8%        | 2,8%        |
| <b>WACC</b>                                      | <b>6,6%</b> | <b>6,7%</b> | <b>7,4%</b> | <b>7,3%</b> | <b>7,3%</b> | <b>7,3%</b> |
| <b>Model diskontovaných cash flow (mld. CZK)</b> |             |             |             |             |             |             |
| EBITDA   | 58,3        | 67,0        | 70,3        | 73,0        | 75,3        |             |
| Amortizace jaderného paliva                      | 4,1         | 4,1         | 4,1         | 4,2         | 4,2         |             |
| Zaplacená daň                                    | -4,8        | -6,4        | -7,0        | -7,5        | -8,0        |             |
| Změna pracovního kapitálu a rezerv               | -5,4        | -5,0        | -5,1        | -3,5        | -4,9        |             |
| Kapitálové investice                             | -35,9       | -35,2       | -35,9       | -32,4       | -34,0       |             |
| <b>FCFF</b>                                      | <b>16,3</b> | <b>24,5</b> | <b>26,5</b> | <b>33,8</b> | <b>32,7</b> |             |
| price / free cash flow                           | 17,8        | 11,8        | 10,9        | 8,5         | 8,8         |             |
| Současná hodnota of FCFF                         | 15,6        | 22,1        | 22,3        | 26,5        | 23,8        |             |
| Současná hodnota FCFF do roku 2023               | 110,3       |             |             |             |             |             |
| Současná hodnota FCFF po roce 2023               | 459,9       |             |             |             |             |             |
| Čistý dluh                                       | 147,9       |             |             |             |             |             |
| Rezervy (jádro, doly, skládky)                   | 54,1        |             |             |             |             |             |
| Finanční investice                               | 5,2         |             |             |             |             |             |
| Investice v joint ventures                       | 3,4         |             |             |             |             |             |
| Podíl minorit                                    | 4,2         |             |             |             |             |             |
| Odhad hodnoty vlastního kapitálu                 | 372,5       |             |             |             |             |             |
| Fair value (CZK na akcii)                        | 696         |             |             |             |             |             |
| <b>Cílová cena (CZK na akcii)</b>                | <b>717</b>  |             |             |             |             |             |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Následující tabulka ukazuje citlivost naší cílové ceny na změnu klíčových parametrů, kterými jsou diskontní sazba, dlouhodobá míra růstu v našem modelu a prognózy cen elektřiny v EUR/MWh.

#### Citlivost cílové ceny na změnu parametrů

| Dlouhodobý růst |      |      |      |      |      | Dlouhodobý růst cen elektřiny |          |     |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|------|-------------------------------|----------|-----|------|------|------|------|------|
| WACC            |      | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0%                          | Fwd ceny |     | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% |
|                 | 6,3% | 753  | 854  | 979  | 1137 | 1344                          |          | -2€ | 649  | 658  | 666  | 675  | 683  |
|                 | 6,8% | 652  | 735  | 834  | 957  | 1113                          |          | -1€ | 674  | 683  | 692  | 700  | 709  |
|                 | 7,3% | 568  | 636  | 717  | 815  | 936                           |          | +0€ | 699  | 708  | 717  | 726  | 735  |
|                 | 7,8% | 496  | 553  | 620  | 700  | 796                           |          | +1€ | 724  | 733  | 742  | 751  | 760  |
|                 | 8,3% | 435  | 483  | 539  | 605  | 683                           |          | +2€ | 749  | 758  | 768  | 777  | 786  |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## Hlavní rizika

- **Ceny elektřiny** – Ceny akcií ČEZ jsou výrazně ovlivněny vývojem cen elektřiny na evropských trzích. Významné odchýlení cen německé elektřiny od našich prognóz může způsobit odlišný vývoj zisků ČEZ, než nyní předpokládáme.
- **Výrobní mix** – V následujících letech počítáme s maximálním využitím jaderných elektráren do výroby elektřiny. To má dopady na vývoj ziskových marží. Pokud by došlo k delším odstávkám jaderných bloků, podepsalo by se to na nižších maržích.
- **Obnova výrobního portfolia** – ČEZ vesměs dokončil modernizaci svých uhelných elektráren. Největšími investičními projekty jsou v současnosti nová teplárna a modernizace distribuce. Zbytek vynaložených prostředků v následujících letech je součástí běžných investic. V plánech společnosti ani našich prognózách není zahrnuto rozšíření českých jaderných elektráren. Provedení takové investice bez státní garance by při aktuálních prognózách budoucích cen elektřiny mohlo mít silně negativní dopad na naše ocenění.
- **Regulace** – Energetický sektor je sužován přísnou regulací a v některých zemích i pod politickým a veřejným nátlakem. Nepříznivý vývoj regulatorního prostředí a významné zásahy státu do regulace v balkánských zemích, ze kterých se společnost snaží odejít, jsou příkladem výrazných regulatorních a politických rizik, která mohou významně ovlivnit hospodářské výsledky společnosti. Velkým rizikem je i potenciální omezování podpory výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů. Příkladem zde může být podpora solárních elektráren v ČR, přiděl zelených certifikátů v Rumunsku nebo přísnější pravidla pro výstavbu větrných parků v Polsku.
- **Vývoj měnových kurzů** – Přestože je společnost proti výkyvům kurzu EUR/CZK z velké části přirozeně zajištěna, silnější než očekávané posílení české koruny oproti euru by pro ČEZ bylo negativní. Dopad na ceny elektřiny (české ceny jsou odvozeny od eurových německých cen) by mohl převážit nad ziskem ze snížení hodnoty eurového dluhu. Oslabování turecké liry vůči americkému dolaru vede k poklesu zisku z přidružených a společných podniků a nárůstu finančních závazků z titulu poskytnuté garance na úvěr turecké společnosti AkCEZ až do výše zhruba 2,6 mld. CZK
- **Akvizice** – Případné akvizice nejsou zahrnuty v našich prognózách. Mezi hlavní možné dopady patří zvýšení konsolidovaných zisků ČEZ, ale i značné zvýšení čistého dluhu. Velké akvizice mohou mít pozitivní i negativní vliv na naši cílovou cenu a doporučení v závislosti na parametrech transakce.
- **Daňová reforma** – Čas od času se objevují návrhy politiků na vyšší zdanění velkých společností. V současné době vláda diskutuje vznik rozvojového fondu, do kterého by měly ale přispívat pouze banky. Hovoří se i o zdanění technických rezerv pojišťoven. Dodatečné zdanění energetických firem nyní na stole není. Nicméně uvalení sektorové daně by způsobilo nižší čistý zisk, což by se odrazilo na nižší výplatě dividend.

## Finanční údaje ČEZ

| mil. CZK                   | 2016     | 2017     | 2018     | 2019f    | 2020f    | 2021f    | 2022f    | 2023f    |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT</b> |          |          |          |          |          |          |          |          |
| Tržby                      | 203 744  | 205 092  | 184 486  | 208 119  | 230 317  | 237 017  | 244 779  | 251 744  |
| Materiálové náklady        | -105 806 | -127 126 | -105 564 | -119 096 | -130 229 | -132 222 | -135 832 | -139 066 |
| Mzdové náklady             | -19 158  | -22 086  | -25 620  | -27 926  | -29 601  | -30 785  | -32 017  | -33 297  |
| Ostatní náklady            | -15 123  | -1 938   | -4 213   | -2 798   | -3 464   | -3 665   | -3 897   | -4 106   |
| EBITDA                     | 58 082   | 53 921   | 49 535   | 58 300   | 67 023   | 70 345   | 73 033   | 75 275   |
| Odpisy                     | -32 092  | -29 535  | -29 905  | -29 220  | -30 441  | -31 312  | -32 076  | -32 472  |
| Provozní zisk              | 26 114   | 25 620   | 19 759   | 29 079   | 36 582   | 39 033   | 40 956   | 42 804   |
| Úrokové výnosy             | 303      | 235      | 315      | 440      | 365      | 387      | 392      | 398      |
| Úrokové náklady            | -2 762   | -3 761   | -5 177   | -5 269   | -4 529   | -4 021   | -3 679   | -3 181   |
| Ostatní finanční výnosy    | -1 494   | -1 618   | -1 800   | -1 875   | -2 150   | -2 291   | -2 410   | -2 551   |
| Ostatní finanční náklady   | -2 733   | 2 277    | 420      | 500      | 500      | 500      | 500      | 500      |
| Zisk před zdaněním         | 19 428   | 22 753   | 13 517   | 22 874   | 30 769   | 33 608   | 35 760   | 37 969   |
| Daň z příjmu               | -4 753   | -3 794   | -3 017   | -4 346   | -5 846   | -6 386   | -6 794   | -7 214   |
| Čistý zisk                 | 14 575   | 18 959   | 10 500   | 18 528   | 24 923   | 27 223   | 28 965   | 30 755   |
| Odpisy majetku             | -5 065   | -1 741   | -2 600   | -500     | -500     | -500     | -500     | -500     |
| Očištěný čistý zisk        | 19 640   | 20 700   | 13 100   | 19 028   | 25 423   | 27 723   | 29 465   | 31 255   |

|                                    |         |         |         |         |         |         |         |         |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>ROZVAHA</b>                     |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Základní kapitál                   | 49 553  | 49 722  | 50 265  | 50 265  | 50 265  | 50 265  | 50 265  | 50 265  |
| Nerozdělený zisk                   | 207 259 | 200 296 | 184 456 | 190 145 | 196 343 | 198 422 | 200 103 | 201 970 |
| Vlastní kapitál                    | 256 812 | 250 018 | 234 721 | 240 410 | 246 608 | 248 687 | 250 368 | 252 235 |
| Dlouhodobý dluh                    | 142 265 | 132 475 | 142 440 | 143 864 | 143 145 | 142 429 | 141 717 | 141 009 |
| Ostatní dlouhodobé závazky         | 3 957   | 3 335   | 31      | 31      | 31      | 31      | 31      | 31      |
| Investovaný kapitál                | 403 034 | 385 828 | 377 192 | 384 305 | 389 784 | 391 147 | 392 117 | 393 274 |
| Dlouhodobá aktiva                  | 426 895 | 428 019 | 415 908 | 419 815 | 424 000 | 427 912 | 431 735 | 435 780 |
| Nehmotná dlouhodobá aktiva         | 21 983  | 26 804  | 31 127  | 28 598  | 30 068  | 31 538  | 33 009  | 34 479  |
| Finanční investice                 | 96 313  | 74 961  | 142 943 | 100 225 | 101 193 | 102 172 | 103 160 | 104 856 |
| Hotovost a krátkodobé cenné papíry | 11 226  | 12 623  | 7 278   | 14 605  | 15 086  | 12 087  | 9 333   | 6 193   |
| Zásoby                             | 12 474  | 18 716  | 26 458  | 29 188  | 29 493  | 30 083  | 29 891  | 29 901  |
| Pohledávky                         | 50 184  | 53 027  | 73 855  | 81 462  | 89 338  | 94 490  | 98 871  | 103 708 |
| Ostatní aktiva                     | 9 411   | 9 756   | 9 874   | 10 170  | 10 272  | 10 580  | 10 897  | 11 224  |
| Krátkodobý dluh                    | 27 737  | 21 832  | 18 526  | 18 274  | 18 598  | 18 412  | 18 228  | 18 046  |
| Obchodní závazky                   | 46 656  | 48 263  | 63 346  | 64 608  | 66 539  | 67 201  | 67 871  | 68 547  |
| Rezervy                            | 86 573  | 93 284  | 92 497  | 99 800  | 105 185 | 111 571 | 116 960 | 123 350 |
| Ostatní závazky                    | 64 486  | 74 699  | 155 882 | 117 076 | 119 344 | 120 530 | 121 720 | 122 925 |
| Investovaný kapitál                | 403 034 | 385 828 | 377 192 | 384 305 | 389 784 | 391 147 | 392 117 | 393 274 |
| Celková aktiva                     | 628 486 | 623 906 | 707 443 | 684 063 | 699 450 | 708 863 | 716 895 | 726 142 |

|                                 |         |         |         |         |         |         |         |         |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>CASH FLOW</b>                |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Zisk před zdaněním              | 19 328  | 22 753  | 13 517  | 22 874  | 30 769  | 33 608  | 35 760  | 37 969  |
| Odpisy                          | 28 978  | 29 305  | 28 139  | 28 720  | 29 941  | 30 812  | 31 576  | 31 972  |
| Amortizace jaderného paliva     | 3 158   | 3 725   | 4 027   | 4 067   | 4 108   | 4 149   | 4 191   | 4 232   |
| Ostatní nepeněžní operace       | 7 136   | 2 565   | 7 986   | 5 017   | 4 363   | 3 583   | 3 236   | 2 734   |
| Změna pracovního kapitálu       | -1 421  | -5 524  | -10 396 | -5 788  | -5 422  | -5 208  | -3 660  | -5 015  |
| Placené daně                    | -6 689  | -4 207  | -3 327  | -4 793  | -6 447  | -7 042  | -7 492  | -7 955  |
| Čisté placené úroky             | -2 183  | -3 286  | -4 777  | -4 829  | -4 164  | -3 634  | -3 286  | -2 783  |
| Přijaté dividendy               | 646     | 481     | 182     | 182     | 182     | 182     | 182     | 182     |
| Provozní cash flow              | 48 953  | 45 812  | 35 351  | 45 451  | 53 330  | 56 451  | 60 506  | 61 336  |
| Cash flow z investiční aktivity | -34 571 | -20 212 | -25 901 | -35 905 | -35 179 | -35 869 | -32 365 | -34 003 |
| Placené dividendy               | -21 333 | -17 859 | -17 613 | -12 839 | -18 724 | -25 144 | -27 284 | -28 889 |
| Cashflow s finanční aktivity    | -16 638 | -24 203 | -14 795 | -2 219  | -17 671 | -23 581 | -30 896 | -30 473 |
| Změna v hotovosti               | -2 256  | 1 397   | -5 345  | 7 327   | 481     | -2 999  | -2 754  | -3 140  |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Finanční údaje ČEZ**

|                                  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019f | 2020f | 2021f | 2022f | 2023f |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>POMĚRY (%)</b>                |       |       |       |       |       |       |       |       |
| EBITDA marže                     | 28,5  | 26,3  | 26,9  | 28,0  | 29,1  | 29,7  | 29,8  | 29,9  |
| Provozní marže                   | 12,8  | 12,5  | 10,7  | 14,0  | 15,9  | 16,5  | 16,7  | 17,0  |
| Hrubá marže                      | 9,5   | 11,1  | 7,3   | 11,0  | 13,4  | 14,2  | 14,6  | 15,1  |
| Čistá marže (upr.)               | 9,6   | 10,1  | 7,1   | 9,1   | 11,0  | 11,7  | 12,0  | 12,4  |
| Úrokové krytí (x)                | 10,6  | 7,3   | 4,1   | 4,1   | 8,8   | 10,7  | 12,5  | 15,4  |
| Čistý zisk / vlastní kapitál (x) | 0,6   | 0,6   | 0,7   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   |
| Čistý dluh / EBITDA (x)          | 2,7   | 2,6   | 3,1   | 2,5   | 2,2   | 2,1   | 2,1   | 2,0   |
| ROE                              | 7,5   | 8,2   | 5,4   | 8,0   | 10,4  | 11,2  | 11,8  | 12,4  |
| ROA                              | 3,2   | 3,3   | 2,0   | 2,7   | 3,7   | 3,9   | 4,1   | 4,3   |
| ROCE                             | 4,8   | 5,2   | 3,4   | 5,0   | 6,6   | 7,1   | 7,5   | 8,0   |
| Dividendový výplatní poměr       | 77,8  | 90,4  | 85,8  | 98,6  | 99,0  | 99,5  | 99,0  | 98,6  |
| <b>ÚDAJE NA AKCII (CZK)</b>      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Čistý zisk (upr.)                | 36,8  | 38,7  | 24,5  | 35,6  | 47,5  | 51,8  | 55,1  | 58,4  |
| Vlastní kapitál                  | 480,7 | 467,9 | 438,7 | 449,4 | 461,0 | 464,9 | 468,0 | 471,5 |
| Volný cash flow                  | 34,4  | 53,9  | 31,2  | 30,4  | 45,7  | 49,5  | 63,3  | 61,1  |
| Hrubá dividendy                  | 40,0  | 33,0  | 33,0  | 24,0  | 35,0  | 47,0  | 51,0  | 54,0  |
| <b>TRŽNÍ OCENĚNÍ</b>             |       |       |       |       |       |       |       |       |
| P/E (x)                          | 11,7  | 12,8  | 21,8  | 15,2  | 11,4  | 10,4  | 9,8   | 9,2   |
| Price/Operating cash flow (x)    | 4,0   | 5,0   | 6,6   | 5,3   | 4,5   | 4,3   | 4,1   | 4,0   |
| Price/free cash flow (x)         | 12,5  | 9,2   | 17,1  | 17,8  | 11,8  | 10,9  | 8,5   | 8,8   |
| Price/book value (x)             | 0,9   | 1,1   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,1   |
| Price/sales (x)                  | 1,1   | 1,3   | 1,6   | 1,4   | 1,3   | 1,2   | 1,2   | 1,1   |
| Dividendový výnos (%)            | 9,3   | 6,6   | 6,2   | 4,4   | 6,5   | 8,7   | 9,4   | 10,0  |
| EV/revenues (x)                  | 1,9   | 2,0   | 2,4   | 2,1   | 1,9   | 1,9   | 1,8   | 1,8   |
| EV/EBITDA (x)                    | 6,8   | 7,6   | 9,0   | 7,6   | 6,6   | 6,3   | 6,1   | 5,9   |
| EV/IC (x)                        | 1,0   | 1,1   | 1,2   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   | 1,1   |

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

## KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**  
(420) 222 008 568  
jan\_vejmelek@kb.cz



**Ekonomové**  
**Viktor Zeisel**  
(420) 222 008 523  
viktor\_zeisel@kb.cz



**Akcioví analytici**  
**Miroslav Frayer**  
(420) 222 008 567  
miroslav\_frayer@kb.cz



**Monika Junicke**  
(420) 222 008 509  
monika\_junicke@kb.cz



**Jana Steckerová**  
(420) 222 008 524  
jana\_steckerova@kb.cz



**František Táborský**  
(420) 222 008 598  
frantisek\_taborsky@kb.cz



**Jiří Kostka**  
(420) 222 008 560  
jiri\_kostka@kb.cz

## SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE



**Hlavní ekonom SG Poland**  
**Jaroslaw Janacki**  
(48) 225 284 162  
jaroslaw.janacki@sgcib.com



**Hlavní ekonom Rosbank**  
**Evgeny Koshelev**  
(7) 495 725 5637  
evgeny\_koshelev@rosbank.ru



**Hlavní ekonom BRD-GSG**  
**Florian Libocor**  
(40) 213 016 869  
florian.libocor@brd.ro



**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG**  
**Carmen Lipara**  
(40) 213 014 370  
carmen.lipara@brd.ro

**Ekonom**  
**Ioan Mincu**  
(40) 213 014 472  
george.mincu-radulescu@brd.ro



**Akcioví analytici**  
**Laura Simion, CFA**  
(40) 213 014 370  
laura.simion@brd.ro

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM



**Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky**  
**Klaus Baader**  
(852) 2166 4095  
klaus.baader@sgcib.com



**Eurozóna**  
**Michel Martinez**  
(33) 1 4213 3421  
michel.martinez@sgcib.com



**Anatoli Annenkov**  
(44) 20 7762 4676  
anatoli.annenkov@sgcib.com



**Yvan Mamalet**  
(44) 20 7762 5665  
yvan.mamalet@sgcib.com



**Velká Británie**  
**Brian Hilliard**  
(44) 20 7676 7165  
brian.hilliard@sgcib.com



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
(212) 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



**Omair Sharif**  
(1) 212 278 48 29  
omair.sharif@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@socgen.com



**Indie**  
**Kunal Kumar Kundu**  
(91) 80 6716 8266  
kunal.kundu@sgcib.cz



**Čína**  
**Wei Yao**  
(33) 1 57 29 69 60  
wei.yao@sgcib.com



**Japonsko**  
**Takuji Aida**  
(81) 3-6777-8063  
takuji.aida@sgcib.com



**Arata Oto**  
(81) 3 6777 8064  
arata.oto@sgcib.com



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com

## SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY



**Globální vedoucí výzkumu**  
**Brigitte Richard-Hidden**  
(33) 1 42 13 78 46  
brigitte.richard-hidden@sgcib.com



**Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů**  
**Guy Stear**  
(33) 1 41 13 63 99  
guy.stear@sgcib.com



**Fixed Income**  
**Adam Kurpiel**  
(33) 1 42 13 63 42  
adam.kurpiel@sgcib.com



**Bruno Braizinha**  
(1) 212 278 5296  
bruno.braizinha@sgcib.com



**Jean-David Ciotteau**  
(33) 1 42 13 72 52  
jean-david.ciotteau@sgcib.com



**Cristina Costa**  
(33) 1 58 98 51 71  
cristina.costa@sgcib.com



**Jorge Garayo**  
(44) 20 7676 7404  
jorge.garayo@sgcib.com



**Vedoucí strategie sazeb pro Evropu**  
**Ciaran O'Hagan**  
(33) 1 42 13 58 60  
ciaran.ohagan@sgcib.com



**Shakeeb Hulikatti**  
(91) 80 2802 4380  
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



**Vedoucí strategie sazeb pro USA**  
**Subadra Rajappa**  
(1) 212 278 5241  
subadra.raajappa@sgcib.com



**Jason Simpson**  
(44) 20 7676 7580  
jason.simpson@sgcib.com



**Marc-Henri Thoumin**  
(44) 20 7676 7770  
marc-henri.thoumin@sgcib.com



**Kevin Ferret**  
(44) 20 7676 7073  
kevin.ferret@sgcib.com



**Měnové kurzy**  
**Kit Juckes**  
(44) 20 7676 7972  
kit.juckes@sgcib.com



**Měnové deriváty**  
**Olivier Korber**  
(33) 1 42 13 32 88  
olivier.korber@sgcib.com



**Alvin T. Tan**  
(44) 20 7676 7971  
alvin-t.tan@sgcib.com



**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů**  
**Jason Daw**  
(65) 6326 7890  
jason.daw@sgcib.com



**Régis Chatellier**  
(44) 20 7676 7354  
regis.chatellier@sgcib.com



**Phoenix Kalen**  
(44) 20 7676 7305  
phoenix.kalen@sgcib.com



**Kiyong Seong**  
(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



**Marek Dřimal**  
(44) 20 7550 2395  
marek.dřimal@sgcib.com



**Bertrand Delgado**  
+1 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



## Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy investiční doporučení uvedené v tomto dokumentu představuje šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícimu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>

**Přehled doporučení vydaných KB a vztahy s jednotlivými emitenty**

|  | Avast  | CME       | ČEZ       | Fortuna    | Kofola    | MONETA Money Bank | O2 CR      | PFNon-wovens | Philip Morris CR | Vienna Insurance |
|--|--|-----------|-----------|------------|-----------|-------------------|------------|--------------|------------------|------------------|
| <b>Přehled posledních doporučení k titulům jednotlivých emitentů</b>                     |  |           |           |            |           |                   |            |              |                  |                  |
| Doporučení   | koupit   | koupit    | koupit    | konec      | koupit    | koupit            | koupit     | koupit       | koupit           | koupit           |
| Cílová cena  | GBP 342  | USD 5,2   | CZK 717   | pokrývání  | CZK 484   | CZK 97            | CZK 298    | CZK 924      | CZK 18308        | EUR 27           |
| Datum  | 15.6.2018  | 28.3.2019 | 10.6.2019 | 9.5.2018   | 26.9.2018 | 7.3.2019          | 12.12.2018 | 1.4.2019     | 3.12.2018        | 11.9.2018        |
| Cena v den publikace   | GBP 214  | USD 3,8   | CZK 536   | CZK 206    | CZK 282   | CZK 79,9          | CZK 239    | CZK 782      | CZK 14800        | EUR 23,2         |
| Investiční horizont  | 12 měsíců  | 12 měsíců | 12 měsíců | 12 měsíců  | 12 měsíců | 12 měsíců         | 12 měsíců  | 12 měsíců    | 12 měsíců        | 12 měsíců        |
| Autor  | J. Kostka  | J. Kostka | M. Frayer | J. Kostka  | J. Kostka | M. Frayer         | M. Frayer  | M. Frayer    | J. Kostka        | M. Frayer        |
| <b>Přehled doporučení za předchozích 12 měsíců (čtvrtletně)</b>                          |  |           |           |            |           |                   |            |              |                  |                  |
| Doporučení   |  | koupit    | koupit    | prodat     |           | koupit            | držet      | držet        | koupit           | koupit           |
| Cílová cena  |  | USD 5     | CZK 620   | CZK 198    |           | CZK 93            | CZK 270    | CZK 924      | CZK 17546        | EUR 26           |
| Datum  |  | 27.7.2017 | 11.6.2018 | 4.1.2018   |           | 6.3.2018          | 18.9.2017  | 26.10.2018   | 22.8.2017        | 3.3.2017         |
| Doporučení   |  | koupit    | koupit    | koupit     |           | koupit            | držet      | v revizi     | držet            |                  |
| Cílová cena  |  | USD 4,2   | CZK 542   | CZK 198    |           | CZK 90            | CZK 267    | v revizi     | CZK 13500        |                  |
| Datum  |  | 27.4.2017 | 20.9.2017 | 30.11.2017 |           | 17.8.2017         | 31.1.2017  | 17.5.2018    | 25.5.2017        |                  |
| Doporučení   |  | koupit    |           | v revizi   |           | koupit            | koupit     | prodat       | koupit           |                  |
| Cílová cena  |  | USD 3,7   |           | v revizi   |           | CZK 95            | CZK 267    | CZK 876      | CZK 13500        |                  |
| Datum  |  | 10.3.2017 |           | 9.11.2017  |           | 9.6.2017          | 9.12.2016  | 13.9.2017    | 13.6.2016        |                  |
| Doporučení   |  |           |           | držet      |           |                   | držet      | prodat       |                  |                  |
| Cílová cena  |  |           |           | CZK 128    |           |                   | CZK 260    | CZK 876      |                  |                  |
| Datum  |  |           |           | 12.6.2017  |           |                   | 22.3.2016  | 13.9.2017    |                  |                  |
| Metody ocenění   | DFCF   | DFCF      | DFCF      | DFCF       | DFCF      | DFCF DDM ERM      | DFCF DDM   | DFCF         | DDM              | DDM ERM          |
| Četnost doporučení   | 2x ročně   | 2x ročně  | 2x ročně  | 2x ročně   | 2x ročně  | 2x ročně          | 2x ročně   | 2x ročně     | 2x ročně         | 2x ročně         |
| Přímý či nepřímý podíl emitenta na základním kapitálu KB vyšší než 5%                    | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |
| Jiný významný finanční zájem KB a/nebo s ní propojené osoby ve vztahu k emitentovi       | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |
| Přímý či nepřímý podíl KB na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %                 | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |
| Přímý či nepřímý podíl autora publikace na základním kapitálu emitenta vyšší než 0,5 %   | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |
| Významný finanční zájem osob podílejících se na tvorbě doporučení ve vztahu k emitentovi | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne*               | ne         | ne           | ne               | ne               |
| <b>Vztahy Komerční banky s jednotlivými emitenty</b>                                     |  |           |           |            |           |                   |            |              |                  |                  |
| Management nebo spolu management emisí CP příslušného emitenta za posledních 12 měsíců   | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |
| Smluvní vztahy pro poskytování investičních služeb mezi KB a příslušným emitentem        | Komerční banka může mít s emitenty uzavřenu smlouvu o poskytování některých investičních služeb, tyto informace podléhají bankovnímu tajemství a nemohou být zveřejněny. |           |           |            |           |                   |            |              |                  |                  |
| Dohoda o rozšiřování investičních doporučení mezi KB a příslušným emitentem              | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |
| KB market making pro tituly příslušného emitenta   | ne   | ne        | ne        | ne         | ne        | ne                | ne         | ne           | ne               | ne               |

Pozn.: DFCF – Model diskontovaného volného cash flow, DDM – Dividendový diskontní model, ERM – Excess return model

\* Autor investičního doporučení vlastní 635 ks akcií emitenta Moneta Money Bank. Autor není oprávněn nabývat další akcie žádného emitenta zde uvedeného.

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Do uvedeného přehledu nezahrnujeme naše jednorázová krátkodobá doporučení založená na analýzách Société Générale.

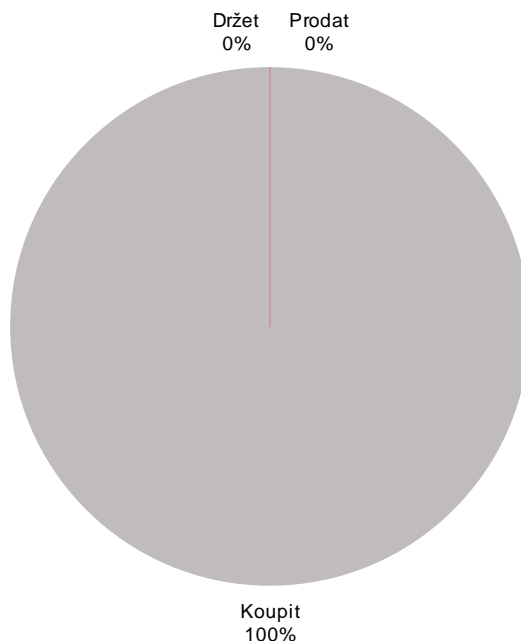
Doporučení v tomto dokumentu ani samotný dokument nebyly před zveřejněním zpřístupněny dotčené společnosti.

Toto doporučení není aktualizováno v pravidelných intervalech. Datum další aktualizace dosud nebylo stanoveno a bude ovlivněno relevantními změnami faktů podstatných pro toto doporučení tak, aby odráželo vývoj společnosti nebo sektoru.

Hlavní metody, které Komerční banka používá pro určení cílové ceny akcií, jsou analýza diskontovaných volných peněžních toků (cash flow) a sektorové srovnání. Další metody mohou být použity, pokud budou analytikem uznány za vhodné (mj. součet oceněných částí, diskontované dividendy, diskont či premie k čisté hodnotě aktiv). Cílová cena je stanovena na období dvanácti měsíců. Komerční banka používá tři stupně investičních doporučení: koupit, držet a prodat. Doporučení je stanoveno na období tří až šesti měsíců. Hlavním faktorem pro určení doporučení je rozdíl mezi aktuální tržní cenou a cenou cílovou vypočítanou analytiky KB. Doporučení zohledňuje také další faktory, o kterých analytik předpokládá, že mohou ovlivnit titul a trh v období 3-6 měsíců po vydání doporučení. Cílová cena výrazně nad současnou tržní cenou tak nemusí automaticky znamenat doporučení „koupit“ pro dalších 3-6 měsíců následujících po období prvních 3-6 měsíců od vydání doporučení. Oceňovací metody a klíčové faktory pro určení doporučení jsou vysvětleny v textu každé analýzy.

Graf níže zobrazuje strukturu stupňů platných investičních doporučení akciových analytiků Ekonomického a strategického výzkumu KB (9 doporučení).

#### Investiční doporučení akciového výzkumu KB



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

#### Doporučení KB Equity Research pro 12měsíční horizont

KOUPIT: odhadovaný celkový výnos ve výši 15 % a více v horizontu následujících 12 měsíců

DRŽET: odhadovaný celkový výnos ve výši 0 až 15 % v horizontu následujících 12 měsíců

PRODAT: odhadovaný celkový výnos nižší než 0 % v horizontu následujících 12 měsíců

Celkový výnos pro akcionáře znamená odhad cenového zhodnocení akcie plus všechny odhadované peněžní dividendy včetně příjmů z mimořádných dividend vyplacených v následujících 12 měsících. Konkrétní doporučení je určeno podle odhadovaného celkového výnosu uvedeného výše v čase zahájení pokrývání akcie nebo změny doporučení. V mezičase může dojít k cenovým pohybům či jiným situacím na trzích, které mohou implikovat jiné doporučení. Takové mezitímní odchylky od původního doporučení jsou možné, ale jsou předmětem revize KB Equity Research.